أقل من توقعاتنا ومن متوسط التوقعات بكثير، نخفض من التوصية إلى "بيع"

تراجع كبير في صافي الربح عن توقعاتنا وعن متوسط التوقعات من بلومبرغ بسبب ضعف حجم المبيعات والأسعار

أعلنت شركة اسمنت المنطقة الشمالية عن تحقيق صافي ربح للربع الرابع ٢٠١٥ بقيمة ٤٠ مليون ر.س. (أقل من الربع المماثل من العام السابق بمعدل ٢٩٪ بناء على الأرقام المعاد تبويبها، أقل من الربع السابق بمعدل ٢٥٪) ليتراجع بذلك عن توقعاتنا وعن متوسط التوقعات بمعدل ٣٢٪. جاء الأداء التشغيلي أقل من المتوقع، حيث تراجع كل من إجمالي الربح والربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة عن توقعاتنا بمعدل ٢٣٪ و٢٧٪ على التوالي، في هذه المرحلة، وبحيث لم تتوفر كامل تفاصيل الأداء، كان حجم مبيعات الاسمنت ضعيفا خلال الربع (٨٤٢ ألف طن، بارتفاع عن الربع المماثل من العام السابق بمعدل ١٥٪، أعلى من الربع السابق بمعدل ٢٪) بأقل من توقعاتنا بمعدل ١٣٪ ليكون ذلك هو العامل الرئيسي لتراجع صافي الربح، بينما يمكن أن يكون السبب الاخر في انخفاض الارباح عن المتوقع هو ضعف الأسعار الذي شهده القطاع ككل. لاستيعاب أثر الضغط على الأسعار، نركز على حجم مبيعات الاسمنت للشركة للعام ٢٠١٥ (الاسمنت + الكلنكر) بقيمة ٣,٤٦ مليون طن بارتفاع عن الربع المماثل من العام السابق بمعدل ٢٥٪ بينما انخفض صافي الربح عن الربع المماثل من العام السابق ١٠٪ (من الارقام المعاد تبويبها، مصاريف اطفاء بحدود ٣٠ مليون ر.س. مضافة الى صافي الربح المعلن للعام ٢٠١٤).

نظرة حذرة للقطاع، قلق مزدوج من تباطؤ الطلب والتوسعات الجديدة

نتوقع تباطؤ نمو حجم المبيعات في قطاع الاسمنت السعودي ككل في العام ٢٠١٦ (أعلى من العام السابق بمعدل ٢٪ مقابل الفترة من العام ٢٠٠٤ الى ٢٠١٤ حيث بلغ النمو بمعدل سنوي مركب عند ٨٪). من خلال نظرتنا، يشكل التباطؤ المرجح في الطلب مشكلة، كما تشكل الطاقة الانتاجية الإضافية تحدي أكبر للقطاع. بلغت الطاقة الانتاجية من الكلنكر ما يقارب ٥٧,٨ مليون طن في النصف الأول من العام ٢٠١٥، لترتفع خلال الفترة من النصف الثاني ٢٠١٥ إلى نهاية ٢٠١٧ بحدود ١١,٧ مليون طن (نمو عن الطاقة الإنتاجية للنصف الأول ٢٠١٥ بنسبة ٢٠٪). نتيجة لما سبق، نحن نتوقع ارتفاع انتاج الكلنكر في ظل احتدام المنافسة بين الشركات على الحصص السوقية في ظل بيئة تتسم بضعف النمو في الطلب. بشكل عام، نتوقع أن يزيد إنتاج الكلنكر عن الطلب (باستثناء احتمال السماح بتصدير الاسمنت، ما لم يتم تقديره في توقعاتنا)، نتوقع زيادة في المخزون على مستوى القطاع ككل تبلغ ٤,٧ مليون طن خلال العام ٢٠١٦ تضاف إلى مخزون يبلغ ٢٣ مليون طن من العام ٢٠١٥. تاريخيا، هناك علاقة عكسية قوية بين أسعار بيع الاسمنت ومخزون الكلنكر، وإذا اعتمدنا الأداء التاريخي، نتوقع أن تتراجع أسعار الاسمنت بحدود ٧٪ خلال العام ٢٠١٦.

عائق الموقع، ضعف الأرباح ومركز مالي بمديونية، نخفض من التوصية إلى "بيع"

بعد إعلان النتائج الأولية للربع الرابع ٢٠١٥، وبالتوافق مع نظرتنا للعامين ٢٠١٦ و٢٠١٧ (تراجع حجم المبيعات والضغوط على أسعار البيع والأثر السلبي من زيادة أسعار الوقود والكهرباء)، قمنا بتخفيض توقعاتنا لصافي ربح شركة اسمنت المنطقة الشمالية للعامين ٢٠١٦ و٢٠١٧ بنسبة ٤٦٪. تشير توقعاتنا بعد المراجعة إلى أن سهم شركة اسمنت المنطقة الشمالية يتداول بمكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٦ بمقدار ١٥,٨ مرة وبمكرر قيمة الشركة إلى الربح بقل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء بمقدار ١٠,٤ مرة، وهو لا يبدو جاذبا. تعاني شركة اسمنت المنطقة الشمالية من سوء موقعها، أو بمعنى آخر، في ضوء ضعف الطلب في منطقتها، تضطر الشركة إلى تخفيض أسعار البيع لتتمكن من المافسة في مراكز الطلب القوي (المنطقتين الوسطى والغربية). في هذا المشهد، نتوقع هبوط صافي الربح للعام ٢٠١٦ بنسبة ٣٦٪ عن العام الماضي بسبب الضغوط على التسعير ورفع أسعار الوقود (أشارت إدارة اسمنت المنطقة الشمالية إلى أن زيادة أسعار الوقود والكهرباء والنقل ستكون بحدود ٣٤ مليون ر.س. أو ما يعادل ٢٦٪ من صافي الربح للعام ٢٠١٦). أيضا، على العكس من شركات الاسمنت الناضجة، المركز المالي لاسمنت المنطقة الشمالية يحتوي على مبلغ كبير من الديون (بلغت قيمة القروض قصيرة الأجل ١,١٥ مليار ر.س.، رصيد النقد ٨٥ مليون ر.س.، يعادل ٥٥٪ من هيكل رأس المال كما في نهاية الربع الثالث ٢٠١٥، نسبة صافي القروض إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء يبلغ ٢,٧ مرة)، مما قد يضطرها لتخفيض توزيات الأرباح (توزيع الأرباح المتوقع للعام ٢٠١٦: ٠,٧٠ ر.س. للسهم، أقل من العام الماضي بنسبة ٣٠٪، عائد توزيع الربح إلى السعر المتوقع بحدود ٦,٠٪) إذا لم تتراجع الأوضاع في السوق بأكثر من المتوقع. من هنا، بالنظر إلى البيئة المعاكسة، نخفض من التوصية إلى "بيع" بدلا من "احتفاظ" لسهم شركة اسمنت المنطقة الشمالية بسعر مستهدف بعد المراجعة يبلغ ٩,٠ ر.س. (بدلا من ١٧,٥ ر.س. للسهم). من جانب آخر، إذا ما رفع قرار منع تصدير الاسمنت، يمكن أن تستفيد شركة اسمنت المنطقة الشمالية بشكل كبير نتيجة لقرب مصانعها من الأردن وأن تستغل فارق السعر لدعم الهوامش.

مليون ر.س.	الربع الرابع ٢٠١٥ (المحَقق)	الربع الرابع ٢٠١٥ (المتوقع)	التغير ٪	متوسط التوقعات*	التغير ٪	الربع الثالث ٢٠١٥	التغير عن الربع السابق ٪	الربع الرابع ٢٠١٤	التغير عن العام الماضي ٪	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
الكمية (٠٠٠ طن)	٨٤٢	٩٦٩	-١٣٪	غ/م	غ/م	٨٢٩	٢٪	٧٣١	١٥٪	٣,٤٢٧	٣,٤٤٣
المبيعات	غ/م	٣٠٧	غ/م	٣٠٧	غ/م	٢٧٥	غ/م	٣١٣	غ/م	١,٠٦٠	١,٠٢٩
اجمالي الربح	٩٠	١١٦	-٢٣٪	غ/م	غ/م	١٠٨	-١٧٪	١٦٧	-٤٦٪	٣٥٦	٣٢٢
EBIT	٥١	٧٠	-٢٧٪	غ/م	غ/م	٦٣	-١٩٪	٦٩	-٢٥٪	١٧١	١٣٧
صافي الربح	٤٠	٥٩	-٣٢٪	٥٩	-٣٣٪	٥٣	-٢٥٪	٥٦	-٢٩٪	١٣٢	١٠٤

المصدر: الشركة، تحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، *متوسط التوقعات من بلومبرغ، **EBITDA: الربح قبل ضريبة الدخل والزكاة والاستهلاك والإطفاء حسب المصادر المتاحة ، غ/م: غير متاح.

ملخص التوصية

التوصية	بيع
السعر المستهدف (ر.س.)	٩,٠
التغير	-٢٢٪

بيانات السهم

سعر الإغلاق	ر.س.	١١,٦
الرسملة السوقة	مليون ر.س.	٢,٠٨٨
عدد الأسهم القائمة	مليون	١٨٠
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٢٣,٨
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	١١,٦
التغير في السعر لاخر ٣ أشهر	٪	-٣٢,٩
متوسط القيمة المتداولة اليومية لمدة ٦ أشهر	مليون	٨,٨
الربح للسهم المتوقع للعام ٢٠١٦	ر.س.	٠,٧٤
زمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	3004.SE	NORTHCEM AB

المصدر: تداول، * السعر كما في ١٩ يناير ٢٠١٦

بنية المساهمة (٪)

الجمهور	٨٣
شركة عبر الملكه للاستثمار	١٢
عبد القادر المهيدب وأولاده	٥

المصدر: تداول

أهم النسب المتوقعة

	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
مكرر الربحية (مرة)	١٥,٨	٢٠,٢
مكرر EV/EBITDA (مرة)	١٠,٤	١١,٨
عائد توزيعات الأرباح الى السعر (٪)	٦,٠٪	٥,٢٪

المصدر: الشركة، تحليل السعودي الفرنسي كابيتال

حركة سعر السهم مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي

١٢٠ ١١٠ ١٠٠ ٩٠ ٨٠ ٧٠ ٦٠ ٥٠ ٤٠
يناير ٢٠١٥ فبراير ٢٠١٥ مارس ٢٠١٥ أبريل ٢٠١٥ مايو ٢٠١٥ يونيو ٢٠١٥ يوليو ٢٠١٥ أغسطس ٢٠١٥ سبتمبر ٢٠١٥ أكتوبر ٢٠١٥ نوفمبر ٢٠١٥ ديسمبر ٢٠١٥ يناير ٢٠١٦
اسمنت الشمالية — مؤشر قطاع الاسمنت

المصدر: بلومبرغ

ديباناجان راي
DipanjanRay@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

عبد العزيز جودت
AJawdat@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٥٦

ملخص القوائم المالية

قائمة الدخل (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر)	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٣-٢٠١٥	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٧
المبيعات	١,٠٠٢	*١,١٢٢	١,٠٦٠	١,٠٢٩	٩٨٨	٪١٩	(٪٦)
الربح الإجمالي	٣٩٦	٤٣١	٣٥٦	٣٢٢	٣١٥	٪٢٢	(٪١٤)
EBITDA	٣٧٧	*٣٧٨	٢٩١	٢٥٧	٢٥٠	٪٦	(٪١٨)
EBIT	٢٦٥	٢٥٤	١٧١	١٣٧	١٣٠	٪٢	(٪٢٧)
صافي الربح	٢٣٠	٢٠٧	١٣٢	١٠٤	١٠٢	(٪٦)	(٪٢٩)
الأسهم القائمة (مليون)	١٨٠	١٨٠	١٨٠	١٨٠	١٨٠		
ربح السهم (ر.س.)	١,٢٨	١,١٥	٠,٧٤	٠,٥٨	٠,٥٧		
توزيعات الأرباح (ر.س.)	١,٩٠	١,٠٠	٠,٧٠	٠,٦٠	٠,٦٠		

*توقعاتنا

قائمة المركز المالي (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر)	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٣-٢٠١٥	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٧
النقد ومافي حكمه	٣٩	١٥١	٩٩	١٦٧	١٤٣		
المستحقات	٢٣٠	٢١٦	٢٤٧	٢٤٠	٢٣٠		
المخزون	٥٠٤	٤٩٦	٥٣٧	٥٥٠	٥٥٥		
أصول متداولة أخرى	٦٧	١١٦	١٢٣	١٢١	١١٩		
الاصول المتداولة	٨٤٠	٩٨٠	١,٠٠٧	١,٠٧٧	١,٠٤٧	٪٣٠	٪٥
المتلكات والمصانع والمعدات	١,٦٢٧	١,٦٠٤	١,٥٢٩	١,٤٥٤	١,٣٧٩		
أصول غير متداولة أخرى	١٠٨	٧٧	٧٧	٧٧	٧٧		
اجمالي الاصول	٥٠٦	٥٠٦	٥٠٦	٥٠٦	٥٠٦		
اجمالي الاصول	٣,٠٨٢	٣,١٦٧	٣,١١٩	٣,١١٥	٣,٠٠٩	٪٥	(٪١)
الحسابات الدائنة	٤٣	٣١	٣١	٣١	٣١		
المصروفات المستحقة	١٣	٣٣	٣٣	٣٣	٣٣		
مطلوبات متداولة أخرى	٩٣٦	١,١٥٥	١,١٠٠	١,١٠٠	١,٠٠٠		
مطلوبات متداولة	٢١	١٤	١٤	١٤	١٤		
المطلوبات المتداولة	١,٠١٤	١,٢٣٢	١,١٧٧	١,١٧٧	١,٠٧٧	٪٦٤	(٪٢)
القروض طويلة الأجل	٠	٠	٠	٠	٠		
مطلوبات غير متداولة أخرى	١١	١٠	١٠	١٠	١٠		
اجمالي المطلوبات غير المتداولة	١١	١٠	١٠	١٠	١٠	(٪٧٨)	٪٠
اجمالي حقوق الملكية	٢,٠٥٧	١,٩٢٤	١,٩٣١	١,٩٢٧	١,٩٢١	(٪٧)	٪٠
اجمالي المطلوبات وحقوق الملكية	٣,٠٨٢	٣,١٦٧	٣,١١٩	٣,١١٥	٣,٠٠٩	٪٥	(٪١)

قائمة التدفق النقدي (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر)	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
التدفق النقدي التشغيلي + التغير في رأس المال العامل	٥٩	٢٧٦	١٧٤	٢٢٠	٢٢٩
المصاريف الرأسمالية	(٦٥)	(٤٨)	(٤٥)	(٤٥)	(٤٥)
التدفق النقدي الحر التشغيلي	(٦)	٢٢٨	١٢٩	١٧٥	١٨٤
التدفق النقدي الحر بعد الاستثمار	(٧)	٢٣٤	١٢٩	١٧٥	١٨٤
توزيعات الارباح	(٣٥٨)	(٣٤٢)	(١٢٦)	(١٠٨)	(١٠٨)
سداد اقروض / القروض الجديدة	٣٤١	٢١٩	(٥٥)	٠	(١٠٠)
أخرى	(١٣)	١	٠	٠	٠
صافي التدفق النقدي	(٣٧)	١١٢	(٥٢)	٦٧	(٢٤)

النمو (عن الفترة المماثلة من العام السابق)	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
المبيعات	٪٢٧	٪١٢	(٪٥)	(٪٣)	(٪٤)
EBITDA	٪١١	٪٠	(٪٢٣)	(٪١٢)	(٪٣)
EBIT	٪٩	(٪٤)	(٪٣٣)	(٪٢٠)	(٪٥)
صافي الدخل	(٪٢)	(٪١٠)	(٪٣٦)	(٪٢٢)	(٪١)
توزيعات الأرباح	(٪٥)	(٪٤٧)	(٪٣٠)	(٪١٤)	٪٠

الهوامش	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
الهامش الإجمالي	٪٤٠	٪٣٨	٪٣٤	٪٣١	٪٣٢
هامش EBIT	٪٢٦	٪٢٣	٪١٦	٪١٣	٪١٣
هامش EBITDA	٪٣٨	٪٣٤	٪٢٧	٪٢٥	٪٢٥
صافي الهامش	٪٢٣	٪١٨	٪١٢	٪١٠	٪١٠

المكررات	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
مكرر الربحية	١٨,١	١٧,٤	١٥,٨	٢٠,٢	٢٠,٤
مكرر قيمة الشركة/EBITDA	١١,٠	١٢,٢	١٠,٤	١١,٨	١٢,١
السعر/المبيعات	٣,٦	٣,٢	٢,٠	٢,٠	٢,١
السعر/القيمة الدفترية	١,٨	١,٩	١,١	١,١	١,١
عائد الربح الموزع الى سعر السهم	٪٩,٥	٪٥,٠	٪٦,٠	٪٥,٢	٪٥,٢

النسب	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
صافي القروض/حقوق الملكية	٪٤٤	٪٥٢	٪٥٢	٪٤٨	٪٤٥
صافي القروض/EBITDA	٢,٤	٢,٧	٣,٤	٣,٦	٣,٤
العائد على حقوق الملكية	٪١١	٪١١	٪٧	٪٥	٪٥
العائد على الأصول	٪٨	٪٨	٪٥	٪٤	٪٤
التدفق النقدي من أنشطة التشغيل/EBITDA	(٪٢)	٪٦١	٪٤٤	٪٦٨	٪٧٤
نسبة توزيع الربح	٪١٧١	٪٨٧	٪٩٥	٪١٠٤	٪١٠٦
رأس المال العامل/المبيعات	٪٦٩	٪٦٤	٪٧٥	٪٧٨	٪٨٠

المصدر: الشركة، السعودي الفرنسي كابيتال

إطار العمل بالتوصيات

شراء

توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

احتفاظ

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

بيع

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال | ٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

www.sfc.sa

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

قسم الأبحاث والمشورة

صندوق بريد ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي – الرياض

research&advisory@fransicapital.com.sa



اخلاء المسؤولية

تم اعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاستثمارية، ادارة الأصول، الوساطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات استثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار الى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال ،شركة محدودة المسؤولية

سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧

صندوق بريد: ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي – الرياض